

グロース市場における今後の対応

東京証券取引所 上場部

2025年9月2日



はじめに：グロース市場改革に対する経営者の反応

- ◆ 東証では、4月の施策パッケージ公表以降、セミナー等を通じてグロース市場改革の趣旨や概要の周知に努めるとともに、**多くの上場会社（100社超、主にCEO・CFOなど経営者）、機関投資家（約70社）など市場関係者との意見交換を実施**
- ◆ グロース市場を「高い成長を目指す企業が集う市場」としていくという改革の方向性について、**多くの経営者から賛同意見が得られているほか、上場維持基準の見直しについても、前向きに捉えて取り組もうとする経営者が多い一方で、あわせて、以下のような東証への要望・期待も寄せられている**

経営者から東証への要望・期待

1. グロース市場で期待される企業像

- 成長戦略を点検・検討するにあたり、**期待される「高い成長」のイメージや期待される取組みなど、グロース市場上場企業としてあるべき姿を示してほしい**

2. グロース市場選択の考え方

- 会社が育ってきた中で、**グロース市場に上場し続けるか、プライム市場に行くべきか**悩んでいる。市場選択の検討材料として、**東証の考え方を示してほしい**

3. グロース上場企業へのサポート

- 「資本コストや株価を意識した経営」と同様に、投資家の理解・支持を得るために**留意すべきポイントや好事例をとりまとめ、セミナー等を通じて示してほしい**
- **機関投資家との接点づくりのサポートを積極的に行ってもらえるとありがたい**

- 
- ◆ 上記の事項に関する**東証からの発信や具体的な取組みについて、メンバーの皆様からご意見をいただきたい**。あわせて、上場維持基準引上げに伴う経過措置の取扱いや、「高い成長を目指した経営」の働きかけ等のドラフトについても、ご意見をいただきたい。

【グロース市場で期待される企業像】

- グロース市場の改革案を踏まえ、成長戦略や目標を改めて見直しているが、検討を進めるにあたって、**グロース市場で期待される「高い成長」とは、どの程度の水準が求められているのかを知りたい。**
- 高い成長の実現に向けて、積極的に取り組んでいきたいと考えているが、期待されている取組み内容など、**グロース企業のあるべき姿を示してほしい。**

【グロース市場選択の考え方】

- 会社が育ってきた中で、**グロース市場に上場し続けるのが良いか、プライム市場に行くべきか悩んでいる**。周りには、マザーズと市場第一部の時代のイメージで、「成長したらプライム市場に行くのが普通」と考える人も多いが、今般のグロース市場の見直し案を見ると、**グロース市場にとどまって引き続き高い成長を目指す選択肢も良いのではないか**と思っている。今後、**市場選択について検討する際の判断材料として、東証の考え方を示してほしい。**

【グロース上場企業へのサポート】

- 成長戦略の検討・開示などにあたり**投資者の理解を得るために留意すべきポイント**や、**投資者の理解を得ながら積極的に資金調達・成長投資等を行い成長を実現した好事例**を示してほしい。
- 「資本コストや株価を意識した経営」のように、グロース市場に期待される**「高い成長を目指した経営」**についても、**経営者などに向けたセミナーを開催してほしい。**
- 機関投資家との接点を持つておらず、**効果的なアプローチについて日々悩んでいる**。機関投資家とグロース上場企業との接点づくりのサポートを積極的に行ってもらえるとありがたい。
- 小規模な企業だとカバーしてくれるアナリストがおらず、**自ら積極的に情報発信を行うしかないと感じている**が、**上場前とは投資家の属性も変わるため、コツを掴めていない**。効果的な情報発信・IRの仕方や、**投資家をより深く理解するための機会があると有難い**。
- **運用方針、運用額、スクリーニングの条件などが分かれれば、機関投資家の目線に合わせて戦略を立てアプローチを行う**ことができる所以、**そのようなサポートがほしい**。

【グロース上場のメリット】

- 高い成長を実現している企業が組み込まれた指数があれば、上場企業は機関投資家の投資をより受けやすくなるし、高い成長を目指す励みにもなる。投資家にとっても、投資魅力のある企業に投資しやすくなるのではないか。
- グロース市場を果敢に挑戦するスタートアップが集う市場とするため、成長を続ける限り、種類株等による経営者への権限集中を認めつつ、成長が停滞するようであれば、その解消を促す仕組みを設けてはどうか。
- 第三者割当増資時の「25%ルール」（希薄化率が25%以上となる場合には一定の対応・手続きが必要）は、グロース上場企業にとって、資金調達の大きな足かせとなっている。たとえば、成長投資のための資金調達であることが確認できる場合は、制限を緩和してはどうか。
- 純資産に関する上場維持基準（純資産が正であること）について、現在も上場後の一定期間や、時価総額が一定以上の場合には例外が認められているが、柔軟な資本政策の足かせになることもあるので、成長投資のための資本政策の結果であれば、純資産が負でも上場維持基準に抵触しない扱いをしてはどうか。
- ポジティブなニュースを出して株価が上がっても、そのたびに大量の空売りを浴びせられ、時間が経つと元値に戻り、結果として企業価値が長期的に増加しない。一定の条件下において、空売りを規制・禁止する措置を導入してほしい。

【投資家への働きかけ】

- グロース市場には、中長期視点を持つ投資家が十分いるとはまだ言えず、企業の成長性を正しく理解し、評価する投資家層の拡大が重要な課題。単なる話題性や優待目的による短期売買に偏らないためにも、投資家の判断力や視点を深めるための啓発を行ってほしい。
- 成長に向けた資金調達を行いたいが、投資家においては希薄化への懸念が強く、株価が下落するので思うようにできない。成長投資についても、赤字について投資家の理解を得ることが難しく、株価が下落してしまうのが課題。資金調達・成長投資などを一律にネガティブと捉えないよう、投資家への働きかけも進めてほしい。
- 東証が提供する枠組みやプラットフォームのもとで、各企業が「自社の企業価値をこう評価してほしい」と表明できるようにするなど、企業が考える将来の成長性を適切に反映した本質的な企業価値について、個人投資家・機関投資家に伝える機会を創出してほしい。

1. グロース市場で期待される企業像



グロース市場で期待される企業像

◆ 投資家の期待を取りまとめたものを、企業に提示していくことを想定

※ 「高い成長可能性」の目安は業種や事業環境によって異なり、東証として定量的な定義や指標・KPIを一律に設定することは難しいため

投資家の期待（ドラフト）

※主にグロース株・中小型株に投資する中長期目線の機関投資家のフィードバックに基づき作成

投資家の期待とギャップがある 経営者のマインド		グロース上場企業に対する投資家の期待	
# 1	売上・利益は着実に成長しているのに、株価に反映されず報われない	成長の持続・加速を期待させる ビジョン・戦略を示してほしい	… 6 ページ
# 2	投資家は「増資＝希薄化」と捉えるので、資金調達を行うと株価が下がる	具体的かつ説得力のある エクイティ・ストーリーを示してほしい	… 7 ページ
# 3	投資家は株主還元を求めており、配当を増やさないと投資してもらえない	成長ステージの企業に期待しているのは、配当よりも成長投資	… 8 ページ
# 4	赤字では投資家に評価されないので、成長投資に二の足を踏んでしまう	自社の赤字を過度に懸念せず、成長投資を推進してほしい	… 9 ページ
# 5	成長が停滞しているので、従来の延長線での拡大路線を目指す	M&Aなどのインオーガニックな成長戦略も含めて、成長戦略を再構築してほしい	… 10 ページ
# 6	グロース市場には機関投資家が少ないので、頑張って開示しても仕方ない	自社の成長ステージに合った投資家層を狙い、効果的な情報発信・IR活動をしてほしい	… 11 ページ
# 7	投資家は下方修正を嫌うので、業績予想はできるだけ出さない方が良い	成長目標やKPI、その進捗の継続開示が、投資家の信頼感を生む	… 12 ページ

投資家の期待 # 1

投資家の期待とギャップがある経営者のマインド

売上・利益は着実に成長しているのに、株価に反映されず報われない

グロース上場企業に対する投資家の期待 # 1

成長の持続・加速を期待させるビジョン・戦略を示してほしい

- グロース企業、特に中小型株の場合には、**大型株と比べて、より高い成長率（売上高や利益など）**を求めており、大型株と同程度の成長率では魅力を感じない。たとえば、**年成長率20～30%**を継続すれば、**3～5年で倍増**となるが、**そうした成長実績がある企業には機関投資家も必ず注目する**
- ただし、過去の成長実績があっても、投資家は、それが一過性でなく、今後も成長が持続/加速していくか（その根拠として、**商品・サービスや戦略の独自性、ニッチ市場での強み、新しい市場の開拓能力などの特徴を有しているか**）を見極めている。こうしたポイントについて、**経営者が主体となり投資家への情報発信・コミュニケーションに取り組み、高い成長の実現について投資家の確信度を高めていくことが重要**
- **時価総額100億円はあくまで通過点であり、その先の更なる成長を視野に入れて、高い成長が可能なビジネスモデル・市場規模で勝負していくことを期待**

投資家の期待 # 2

投資家の期待とギャップがある経営者のマインド

投資家は「増資＝希薄化」と捉えるので、資金調達を行うと株価が下がる

グロース上場企業に対する投資家の期待 # 2

具体的かつ説得力のあるエクイティ・ストーリーを示してほしい

- 新株発行等による資金調達において投資家が重視するのは、調達した資金を活用して成長を実現し、株主価値を向上できるかどうか、すなわち、「アクリーティブ（accretive）」な増資なのか、もしくはそうではない「ダイリューティブ（dilutive）」な増資なのかということ。**投資家が「アクリーティブ」な増資だと考えれば、株価は下がらない**
- 確かに一部の投資家で「増資＝希薄化」と単純に捉えがちという課題はあるかもしれないが、**本質的な問題は、企業が成長への道筋をクリアに描けていない、投資家に示せていない、ということ**。資金調達を行う場合には、調達した資金を何に投資して、どういう時間軸でどのような果実が得られるのか、**具体的かつ説得力のあるエクイティ・ストーリーを提示することを期待**
- **企業が上場する意義は、本来、知名度向上や人材確保ではなく、非上場では実現が難しいリスクマネーの調達によって、成長を加速させることにあるはず**。もちろん、企業の成長ステージや成長戦略に応じて適した資本政策を検討していくべきだが、特に、成長期にあるグロース上場企業には、**投資家の理解・支持を得ながら積極的にリスクマネーを調達し、高い成長の実現に向けて大胆な成長投資を進めてほしい**

投資家の期待 # 3

投資家の期待とギャップがある経営者のマインド

投資家は株主還元を求めているので、配当を増やさないと投資してもらえない

グロース上場企業に対する投資家の期待 # 3

成長ステージの企業に期待しているのは、配当よりも成長投資

- 投資家が上場企業に求めることは、企業の成長ステージや事業環境によって異なる。安定した事業を確立している企業に対しては、配当など株主還元を期待するが、ビジネスモデルが十分に確立していない成長ステージの企業に対しては、**目先の配当ではなく、調達したリスクマネーを最大限に活用し、大胆な成長戦略・成長投資を推し進めていくことを期待**
- 成長投資に対する投資家からの理解・支持を得ていくためには、今後の目指す成長の姿とあわせて、**中長期的な資本政策の考え方や具体的な方針をクリアに示していくべき。**
- **投資家サイドにおいても、中長期の視点を持ち、グロース企業の成長に向けた取組みを後押ししていくマインドが必要**

投資家の期待 # 4

投資家の期待とギャップがある経営者のマインド

赤字では投資家に評価されないので、成長投資に二の足を踏んでしまう

グロース上場企業に対する投資家の期待 # 4

目先の赤字を過度に懸念せず、成長投資を推進してほしい

- たとえ赤字や僅少な利益でも、その要因が将来の成長に向けた種まきであり、「**将来的な売上拡大により、いずれ大きな利益を生み出す**」と思えば、**投資家は買う**。上場後に赤字が続いても株価は上がり続けたAmazonなどはその典型例
- 「上場すると赤字が許容されなくなり成長投資が行えなくなる」という意見があるが、それは**経営者が投資家と上手くコミュニケーションできておらず、投資家からの信頼・支持を獲得できていない**ということ
- グロース企業には、**赤字や僅少な利益の要因について、将来の成長に関するクリアなビジョン・道筋とともに経営者が率先して発信することで、投資家の信頼・支持を得ながら、目先の赤字や利益の減少を過度に懸念することなく、成長投資を進めて欲しい**

投資家の期待 # 5

投資家の期待とギャップがある経営者のマインド

成長が停滞しているので、従来の延長線での拡大路線を目指す

グロース上場企業に対する投資家の期待 # 5

M&Aなどのインオーガニックな成長戦略も含めて、成長戦略を再構築してほしい

- I P O時など、過去に思い描いた成長が実現できていないものの、その原因分析や対策の検討が十分に行われていないケースが多い。成長できていない場合、現状のビジネスモデルが有効でない可能性も含めて現状分析を行い、成長戦略の再構築を進めるべき
- 大きくない市場の中で多くのスタートアップがパイを奪い合っているケースがあるが、それでは単独での成長に限界がある。自社単独で成長を目指すだけではなく、他社との提携やM & Aなど、インオーガニックな成長戦略も含めて検討すべき
- ただし、闇雲なM&Aを推奨している訳ではないということは、きちんと伝えていくことが必要。米国では、成長見込みがなければ経営者はM & Aでエグジットし、新たな会社を起業しているが、日本ではそうした慣行が普及していない。「他社に買われる」ことは悪ではなく、経営者にとってポジティブな選択肢の一つとして認識されるべき

投資家の期待とギャップがある経営者のマインド

グロース市場には機関投資家が少ないので、頑張って開示しても仕方ない

グロース上場企業に対する投資家の期待 # 6

自社の成長ステージに合った投資家層を狙い、効果的な情報発信・IR活動をしてほしい

- 時価総額が100億円未満など比較的小規模な段階では、まずは個人投資家をメインターゲットとして取り組み、機関投資家が入ってきやすい土壌（流動性）作りを進めるべき
- 個人投資家は短期だと主張する経営者が多いが、全くそんなことはない。企業を熱心に分析・研究している個人投資家も多く、個人投資家に分かりやすい形での情報発信やコミュニケーションを進めていくべき
- 個人投資家の獲得には、まず認知度向上が重要であり、個人投資家向けの説明会・IRイベントなどの取組みを通じて露出を増やしていくほか、個人投資家の理解度を高めるため、わかりやすいIR資料（図解、動画、Q&A形式など）の提供が望まれる
- あわせて、段階的に機関投資家を取り込んでいくことを意識した開示やIRも重要。中小型株ではアナリストのカバレッジが少なく、プロの機関投資家でも理解に手間が掛かるため、中長期の成長ビジョンやその道筋、独自の強み等ができる限りクリアに伝えていくべき。資料の見栄えではなく、中身や質が重要
- また、機関投資家は対面の説明会に参加するキャパシティが限られるので、説明会の動画やFAQをウェブサイトにアップしておくなど、機関投資家が興味を持った時に調べてもらえるような工夫も必要

投資家の期待とギャップがある経営者のマインド

投資家は下方修正を嫌うので、業績予想はできるだけ出さない方が良い

グロース上場企業に対する投資家の期待 # 7

成長目標やKPI、その進捗の継続開示が、投資家の信頼感を生む

- 問題は下方修正自体でなく、想定どおりに進まなかつた要因の分析や改善に向けた施策が提示されないこと。**上手くいかない時ほど真摯かつ丁寧な説明が必要**であるし、それができる経営者・企業は、**投資家からの信頼が高まり、中長期の投資に繋がっていく**
- 外すことを恐れて業績予想や中長期目標を出したくないという話も聞くが、グロース企業に投資するうえで将来の中長期的な業績を評価する必要があるため、業績予想という形でなくても、**中長期の成長ビジョン・目標やその過程のKPIをできるだけ具体的に示して欲しい**
- 外部環境など不確実性があるのは当然なので、計画時と状況が変わったら計画を見直せばよい。**目標を掲げたうえで継続的にP D C Aサイクルを回し、その状況をタイムリーに投資家に示していくことが重要**
- 過去に掲げたKPIが出しっぱなしとなり、進捗を示さないのは不誠実であり、投資者から信頼を得ることはできない。**一度示したKPIの進捗は継続して開示すべきであり、また、KPIを変更する場合にはその理由をクリアに示すべき**

2. グロース市場選択の考え方



グロース市場選択の考え方

◆ 東証としての「グロース市場選択の考え方」は以下のとおり

- 東証の3つの市場区分は、それぞれが独立したコンセプトを持ち、それに応じた流動性やガバナンス等の上場基準が設定されており、上場会社には、自社の状況や成長戦略等を踏まえ、**最適な市場区分を主体的に選択していただくもの**
- この観点から、上場企業（経営者）が、**グロース市場で成長を実現した後も、引き続き「グロース」企業として更なる高い成長を目指す**ということであれば、**グロース市場にとどまって、思う存分チャレンジしていただきたい**
 - ※ 旧市場区分では、マザーズから市場第一部に移行するメリットとしてTOPIXへの組入れが挙げられたが、**2026年10月以降は、グロース上場企業も一定の流動性があればTOPIXへ組み入れられる**
 - ※ 反対に、現在、**プライム市場・スタンダード市場に上場している企業**についても、自社の状況や成長戦略を踏まえて、**グロース市場へ移行することも歓迎**
- グロース市場は、リスクマネーを調達するためのマーケットであり、各上場企業には、**市場を活用して積極的に成長資金を調達し、成長を加速していただきたい**と考えており、**東証としてもその実現に向けた環境整備につとめていく**
- 東証では、グロース市場が「高い成長を目指す企業」に選ばれる市場となるよう、「**グロース**」というキャラクターを追求した施策の推進とともに、**そうした企業へのサポートやグロース市場に上場するメリットの提供を進めていく**

3. グロース上場企業へのサポート



グロース上場企業へのサポート（アップデート）

- ◆ 9月下旬を目途に、**上場維持基準の見直しに関するパブリック・コメント**と、グロース市場の全上場企業に対する「**高い成長を目指した経営**」の実現に向けた対応の働きかけを実施
 - 確定版の「**グロース上場企業に対する投資家の期待**」を提示（→4～12ページ）
 - 投資家の期待を踏まえ、**成長状況の分析・評価、成長戦略・開示のアップデートを要請**（→17ページ）
- ◆ あわせて、**取組みの検討材料の提供**や、**機関投資家との接点づくりのサポート**などを推進
 - 11月～12月上旬に、**投資家が評価しているグロース上場企業の取組み事例（好事例）**を提供
 - 年明けから、積極的に取組みを進める企業の投資家への見える化（一覧化）をスタート
 - 順次、グロース上場企業にフォーカスしたセミナーや、機関投資家とのスマートミーティング等も開催
- ◆ そのほか、**積極的に取り組む企業のサポート**や**グロース上場のメリットの創出**を行っていくため、**スタートアップ経営者と継続的に意見交換**を行い、市場関係者とも連携・協働しながら、各種施策を進めていく

「高い成長を目指した経営」の実現に向けた対応の働きかけ（ドラフト）

- ◆ グロース上場企業に対する投資家の期待を踏まえて、改めて、これまでの**成長状況の分析・評価、成長戦略の点検・更新、『事業計画及び成長可能性に関する事項』の開示のアップデート**をお願いします。

成長状況の分析・評価

- これまでの成長状況について、定量的な指標を用いて分析・評価
 - ✓ 分析・評価に用いる指標は、たとえば時価総額・株価、売上高・利益、P S R・P E R のほか、より詳細な指標（顧客数、客単価 etc.）など、個社の状況や投資者ニーズを踏まえ設定
- 成長できている／できていない要因を具体的に分析・評価
 - ✓ たとえば自社が獲得可能な市場規模や競争優位性などを点検し、ビジネスモデルが想定どおり機能しているかを分析・評価

成長戦略の点検・更新

- 上記分析・評価の内容を踏まえ、成長目標・施策等を点検・更新
 - ✓ 中長期的に目指す成長のビジョンや目標、その進捗を測るための定量的なK P I、その実現に向けた具体的な施策などについて、点検・更新を実施

投資者への開示

- 現状分析・評価の内容やアップデートした成長目標・施策等について、具体的に開示
 - ✓ 「事業計画及び成長可能性に関する事項」の開示において、上記の分析・評価の内容や、アップデートした成長目標・施策等の内容について、定量的なK P Iとともに具体的に開示

※ 繙続的に（年1回以上）、成長状況の分析・評価や成長戦略のアップデートを行い、投資者に開示

グロース市場上場維持基準の見直しについて

◆新基準の適用開始は原則2030年とするものの、企業が追加期間を設けて新基準への適合を目指す計画を投資家に開示する場合、その計画期間はグロース市場への上場を例外的に可能とする（9月下旬を目途に制度要綱を公表）

<3月期決算会社の日程例>

2025年

現基準
(10年40億円)

2030年
3月末

新基準の適用

2031年
3月末

203X年
3月末

- ① 現基準は引き続き満たしていく必要

上場10年、時価総額40億円未満の場合は上場廃止
(改善期間：1年、監理/整理銘柄：6か月)

④ 追加で必要な期間について、制度上は計画の期限を定めないが、市場区分の見直しに際して設けた上場維持基準に関する経過措置では、長い期間の計画を開示した上場会社は、投資者から評価されず株価が下落し、却って基準の適合が遠のいたことなども踏まえ、上場会社においては、必要最低限の期間を設定することを求めていく

原則

(対応期間)

改善期間



新基準
(5年100億円)

例外

(対応期間)

改善期間

上場廃止基準の適用を猶予
(猶予期間)



- ② 時価総額100億円未満の場合、「事業計画及び成長可能性に関する事項」において、100億円を意識した成長戦略を開示・実行

③ 2030年時点で、追加で必要な期間とその計画を開示した場合、当該期限まで上場を認める（上場5年未満の企業も2030年時点で計画を開示した場合のみ対象とする）

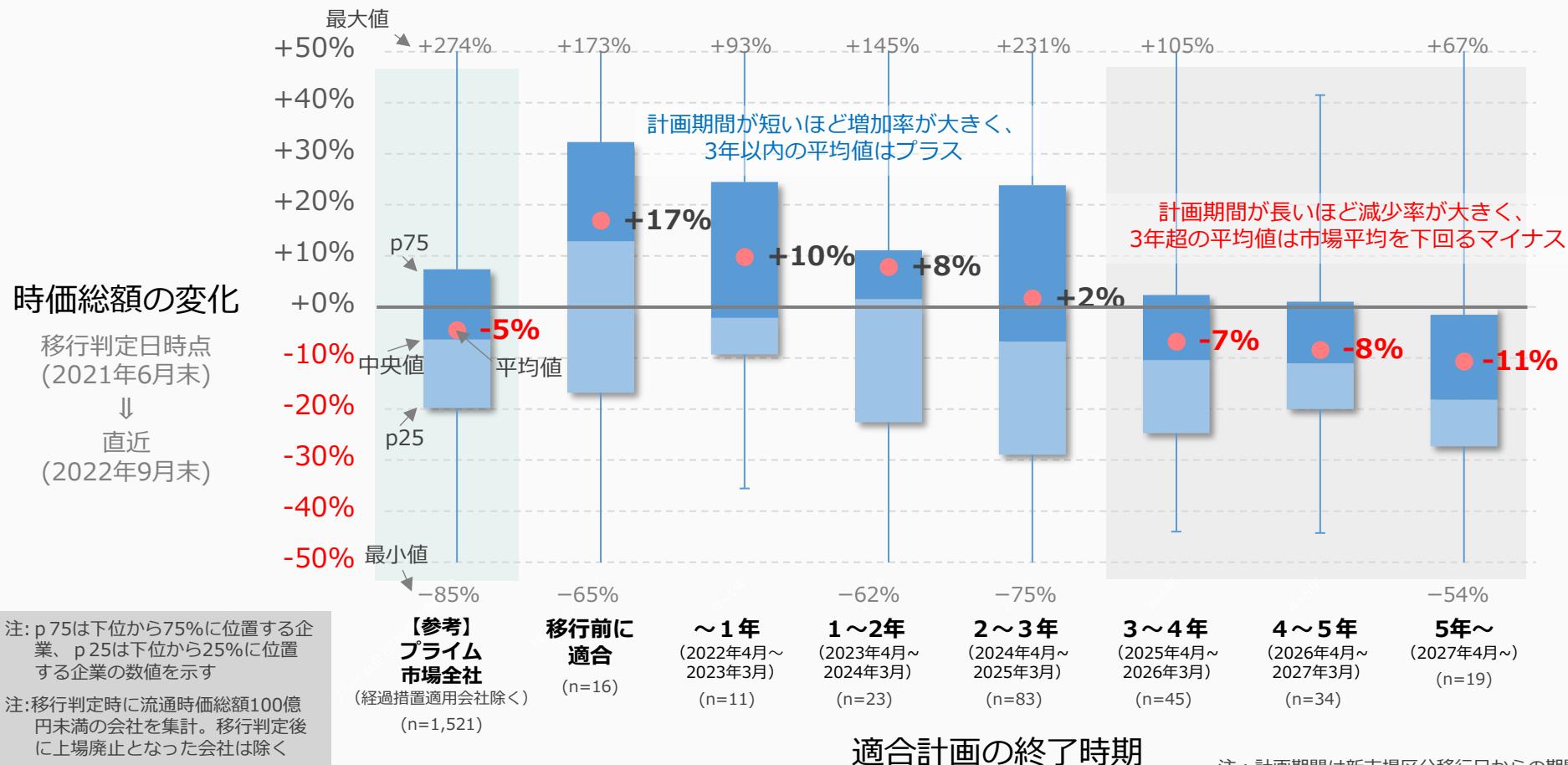
※ 改善期間は2030年3月末から（上場5年未満の企業は上場5年経過後から）の1年間、その終了後は猶予期間入り

※ 猶予期間中も上場10年超・時価総額40億円未満の場合は上場廃止

参考：適合計画を開示した会社の市場評価

- ◆ 市場区分の見直しに際して設けた上場維持基準に関する経過措置では、**長い期間の計画を開示した上場会社は、投資者から評価されず株価が下落**

流通株式時価総額基準（100億円）未達企業の時価総額の変化（プライム市場）



出所：市場区分の見直しに関するフォローアップ会議第4回東証説明資料より抜粋